

路永光

021-50588666-8030

luyg@ccnew.com

2009年9月15日

复苏动力增强、关注出口回升进程

——机械行业 2009 年四季度投资策略

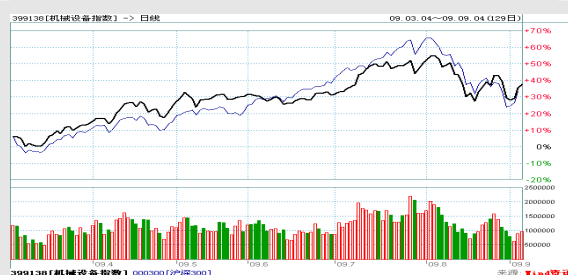
行业策略

同步大市（维持）

盈利预测和投资评级

公司简称	09EPS	2010EPS	09PE	评级
中联重科	1.18	1.41	21.26	增持
徐工机械	1.62	1.90	20.00	增持
三一重工	1.32	1.50	25.36	增持
中国卫星	0.59	0.74	36.15	增持
中国南车	0.15	0.20	30.48	增持
太原重工	0.81	0.90	18.10	增持
柳工	0.85	1.00	19.41	增持
山推股份	0.58	0.73	17.15	增持
火箭股份	0.32	0.41	33.83	增持
天马股份	1.07	1.34	24.67	增持
安徽合力	0.35	0.48	31.64	增持
山河智能	0.41	0.57	38.74	观望
厦工股份	0.28	0.41	22.76	观望
晋西车轴	0.54	0.73	31.53	观望
方圆支撑	0.41	0.56	23.88	观望

机械行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

20090664 机械行业下半年投资策略：围绕内需选品种.....2009年6月13日

联系人：马敬琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

报告关键要素：

四季度出口复苏或成为机械需求提升最大弹性拉动力；地产拉动力量稳步上升；基建投资稳定，增速降低。铁路装备、军工平稳；工程机械关注出口复苏拉动；船舶、港口机械底部徘徊，缓慢复苏。

投资要点：

- **机械行业整体逐月复苏，出口低位徘徊。**1-7月份机械工业累计销售产值5.52万亿元，同比增长8.04%，增速较上半年增加1.25个百分点，呈逐月加速态势。但1-7月行业出口仍然同比下降了23.64%，与上半年持平，呈低位整理态势。
- **工程机械二季度开始正增长，出口仍大幅下滑。**主要产品挖掘机、汽车起重机、混凝土机械，从二季度开始恢复增长，龙头公司收入和利润也都实现正增长，7月行业继续延续增长势头，呈淡季不淡特征；工程机械是机械行业上半年出口下滑最大的行业，下半年出口改善值得期待。
- **铁路装备行业下半年稳定。**铁路装备行业上半年财务指标表现稳健，下半年机车和货车采购形势好转，未来动车组、城轨地铁采购逐步进入高峰，投资机会明显。
- **机床工具降幅收窄，趋于稳定。**1-7月机床类产量仍呈下降态势，但下降幅度逐月收窄，其中金属切削机床累计产量35.16万台，同比下降18.62%，后几个月降幅明显趋缓。关注高端大型数控机床企业。
- **船舶港机形势缓解，底部回暖。**上半年船舶企业新接订单同比下降78%，7、8两个月形势好转。主要公司手持订单仍能保障未来两年的生产，但行业大的转机仍难以出现。港机和集装箱也比较低迷；由于行业估值较低，考虑到外贸有好转趋向，股票存在交易机会。
- **军工寻找有安全边际的整合。**军工行业整体稳定，但二级市场的把握主要还是军事相关事件刺激和个股整合预期推动的行情，我们建议寻找基本面良好，有安全边际也有整合预期的军工龙头。
- **投资建议。**考虑四季度产品景气程度及出口市场恢复预期和估值情况，我们给予中联重科、徐工机械、三一重工、中国卫星、昆明机床、中国南车、太原重工、火箭股份、中航光电、柳工、山推股份、天马股份“增持”评级。
- **风险提示。**房地产投资下滑；海外出口复苏缓慢；钢材价格大幅上涨；信贷收紧。

1. 机械行业产值增速逐步提高，出口仍低位徘徊

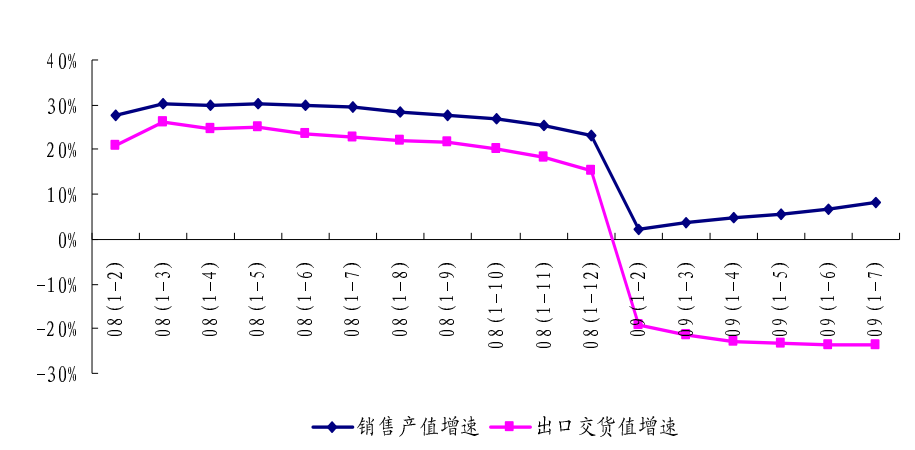
1.1 产值增速逐步提高，复苏态势稳健

1-7月机械工业累计销售产值5.52万亿元，同比增长8.04%，增速较上半年增加1.25个百分点。分月度看，5-7月增速分别为9.14%、11.65%、14.40%，高于3、4月8.42%和7.82%的增速，并且呈逐月升高态势。行业盈利从前5个月看，利润总额1898.05亿元，同比下降7.73%，降幅逐月收窄。

1.2 出口低位徘徊，复苏程度预计将缓慢提升

1-7月机械行业出口交货值0.58万亿元，占同期销售产值的10.51%，同比下降23.54%，与1-6月基本持平。上半年机械工业累计实现进出口总额1683.95亿美元，同比下降21.46%。其中出口891.46亿美元，同比下降24.11%；进口792.49亿美元，同比下降18.25%。累计实现贸易顺差98.97亿美元。

图 1：机械行业销售产值及出口产值增速



资料来源：中国机械工业联合会

1.3 细分行业

上半年农机、重型矿山机械、工程机械及基础件行业增速在两位数以上，好于行业整体；农机主要是受国家政策支持，而工程机械和矿山机械受益基础设施投资程度较大。利润总额同比保持增长的行业有农机（26.71%）、内燃机（4.53%）、重型矿山（10.02%）和食品包装机械（3.16%）等四个行业，工程机械、机床行业和基础件行业利润总额同比分别下降3.82%、19.47%、10.47%，但都较1-2月份大幅好转。

从行业出口降幅看，工程机械、机床工具出口累计降幅较大，如果外需转暖，行业将受益明显。

表 1: 1-7 月分行业工业总产值同比增速

单位: %

行业	1-2 月	1-3 月	1-4 月	1-5 月	1-6 月	1-7 月
农业机械行业	20.27	20.81	23.41	23.05	22.34	22.72
内燃机行业	4.56	1.61	0.38	-0.52	-0.43	-0.02
工程机械行业	13.28	13.16	15.80	13.19	14.13	15.73
仪器仪表行业	2.71	2.24	2.24	2.00	2.50	3.16
文化办公行业	-21.94	-13.81	-12.90	-12.34	-10.78	-8.62
石化通用行业	8.46	9.23	7.96	8.30	8.05	8.63
重型矿山行业	15.75	20.62	17.96	17.24	17.39	16.82
机床工具行业	8.27	6.97	6.16	6.72	6.87	7.13
电工电器行业	5.17	6.35	6.46	6.79	6.95	6.81
基础件行业	9.44	11.18	10.15	11.40	10.28	10.40
食品包装行业	-0.40	2.67	6.46	6.01	8.98	8.85

资料来源: 中国机械工业联合会

表 2: 1-7 月分行业进、出口增速情况表

单位: 亿美元

	进出口额		其中				累计贸易差额
			出 口		进 口		
	金 额	同比 增减 (%)	金 额	同比 增减 (%)	金 额	同比 增减 (%)	
进出口总值总计	2016.37	-21.15	1058.73	-24.43	957.64	-17.17	101.09
农业机械	40.08	-13.44	30.85	-19.17	9.22	13.46	21.63
内燃机	62.80	-19.55	20.28	-31.00	42.51	-12.64	-22.23
工程机械	65.57	-33.96	39.78	-39.98	25.79	-21.89	13.99
仪器仪表	218.49	-17.04	84.43	-17.21	134.06	-16.93	-49.63
文化办公设备	151.29	-16.22	103.29	-19.80	48.00	-7.32	55.29
石化通用	333.10	-14.37	198.11	-20.75	134.99	-2.89	63.11
重型矿山	81.31	0.7	50.62	5.20	30.69	-5.93	19.93
机床工具	78.13	-25.15	22.26	-32.87	55.87	-21.55	-33.61
电工电器	488.31	-20.21	279.76	-22.04	208.55	-17.61	71.21
机械基础件	114.82	-22.06	51.99	-29.74	62.83	-14.31	-10.84
食品包装机械业	20.13	-18.92	6.90	-12.63	13.23	-21.85	-6.33
汽车	240.48	-31.98	115.56	-39.38	124.92	-23.33	-9.36
其他	121.87	-31.48	54.90	-25.65	66.97	-35.62	-12.07

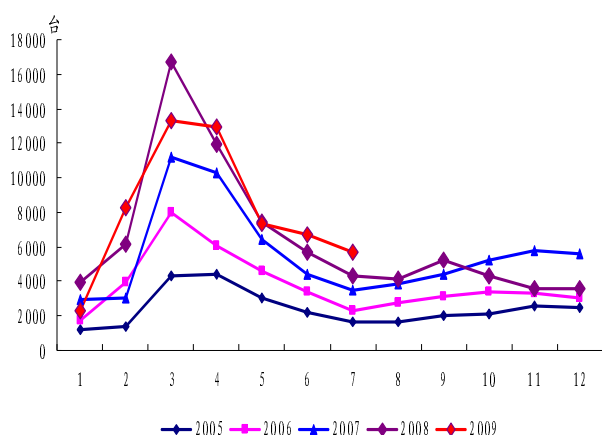
资料来源: 中国机械工业联合会

2. 工程机械行业：逐月回暖，趋势明朗

2.1 重点产品逐月复苏，内需仍是主要拉动力

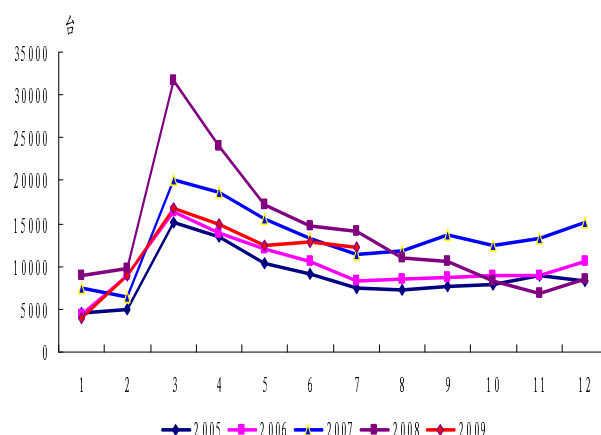
从1-7月看挖掘机、汽车起重机、混凝土机械表现良好，后两个月三类主要产品同比都实现了正增长，特别是挖掘机、汽车起重机7月份增长分别达到了31.30%和47.61%。上半年挖掘机销量13477台，同比增长3.25%；起重机上半年销量13477台，同比增长3.3%；装载机销售69784台，同比下降34.33%；推土机上半年销售4231台，同比下降16.61%；1-7月混凝土机械累计产量达到22.17万台，同比增长30.64%。

图 2：挖掘机月度销售数据



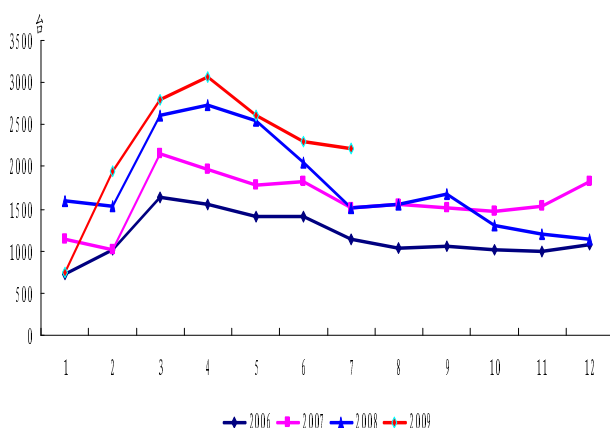
资料来源：中原证券研究所 工程机械协会

图 3：装载机月度销售数据



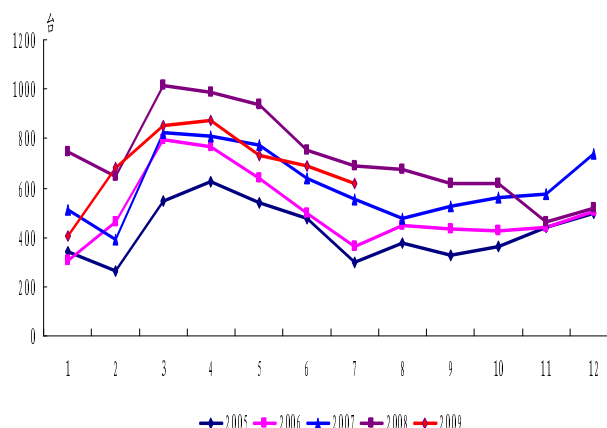
资料来源：中原证券研究所 工程机械协会

图 4：起重机月度销售数据



资料来源：中原证券研究所 工程机械协会

图 5：推土机月度销售数据

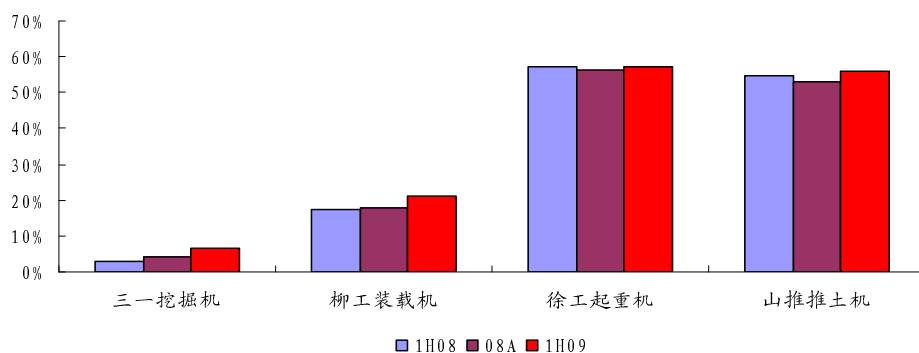


资料来源：中原证券研究所 工程机械协会

2.2 龙头企业地位稳固

行业龙头上半年跟随行业波动，但市场地位稳固，重点企业产品市场占有率基本是稳中有升。

图 6：龙头企业主要产品市场占有率情况



资料来源：中原证券研究所

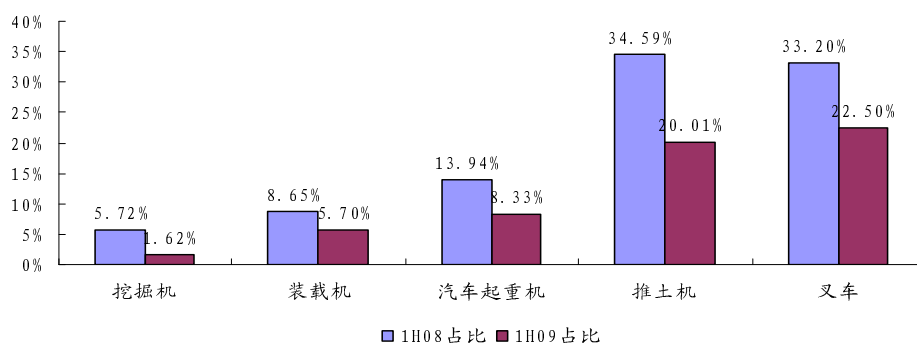
2.3 行业收入及利润

前7个月行业销售收入同比下将9.2%，降幅较上半年明显收窄。出口产值66.28亿元，同比下降49.24%。上半年工程机械重点企业收入565.43亿元，同比下降8.56%，利润总额42.46亿元，同比下降16.78%。

2.4 出口依然低迷

上半年行业出口整体低迷，上半年工程机械出口额同比下降38.1%，出口行业占比大幅下降，从月度增速看，行业增速也无明显改观。

图 7：主要产品出口销量占比



资料来源：中原证券研究所

2.5 上市公司业绩回顾

上半年主要上市公司整体收入平均略微下降,净利润扣除徐工,整体下降约30%,毛利率的下降及费用率的上升是导致利润下降的主要原因;而从环比看,二季度收入和利润都呈现了大幅的上升,特别是净利润的增幅更大,收入和利润二季度同比都实现了正增长,毛利率的改善是主要原因。

表3: 工程机械企业上半年主要财务指标:

公司	1H09 收入 (亿元)	同比	二季度环比	1H09 净利润 (亿元)	同比	二季度环比
三一重工	74.95	4.20%	63.24%	7.93	-2.89%	135.16%
中联重科	92.67	49.08%	63.48%	10.85	20.22%	160.65%
安徽合力	13.24	-34.79%	26.17%	0.06	-96.16%	238.49%
徐工机械	19.46	-0.57%	64.87%	0.13	1120.18%	354.65%
柳工	49.89	-11.17%	25.89%	3.69	0.59%	43.99%
太原重工	38.67	18.88%	30.98%	2.76	19.49%	22.15%
山推股份	33.11	-8.88%	12.22%	2.02	-46.92%	29.77%
厦工股份	24.62	-37.04%	32.38%	0.50	-64.63%	311.77%
山河智能	6.87	-16.30%	47.48%	0.48	-43.42%	216.24%
方圆支承	1.39	-24.94%	5.98%	0.20	-60.65%	13.09%
平均		-6.15%	37.27%		84.58%	152.60%

资料来源: wind

续表3: 工程机械企业上半年主要财务指标

单位: 百分点

公司	毛利率 %	毛利率同比	比一季度	比 08 年	三项费用率同比	营业费用率同比	管理费用率同比
三一重工	30.39	-0.47	-0.22	0.43	2.00	1.24	-1.14
中联重科	25.78	-4.03	0.62	-1.58	-0.64	-1.42	0.01
安徽合力	13.71	-6.38	2.34	-4.53	2.98	0.77	2.47
徐工机械	11.41	4.72	1.85	3.54	5.13	0.15	4.91
柳工	20.54	3.41	0.41	4.54	1.63	0.56	0.90
太原重工	15.77	-0.73	0.43	1.16	-0.89	-0.37	-0.33
山推股份	15.01	-3.61	1.08	-2.94	0.27	0.20	0.85
厦工股份	12.27	-3.75	0.68	-3.34	-1.40	-8.62	-1.72
山河智能	25.45	-1.95	0.68	-0.99	1.38	0.13	-0.01
方圆支承	31.54	-16.10	3.03	-12.66	4.98	-0.22	3.80
平均	20.19	-2.89	1.09	-1.64	1.54	-0.76	0.97

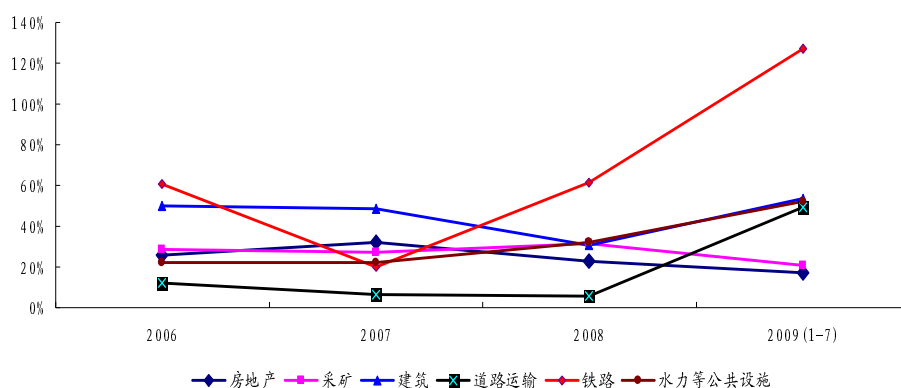
资料来源: wind

2.6 行业前景: 下游需求动能丰富, 钢价上升成主要担忧

从下游固定资产投资来看,下半年基建行业投资应能保持稳定,房地产投资增加,对行业拉动提升;出口虽然仍处于低位,但也将逐渐恢复向上。

固定资产投资: 1-7月城镇固定资产投资95932亿元,增长32.9%,重点行业投资增速良好,铁路和公路09年规划投资分别达到7000亿和9000亿元,未来基建投资将保持稳定。

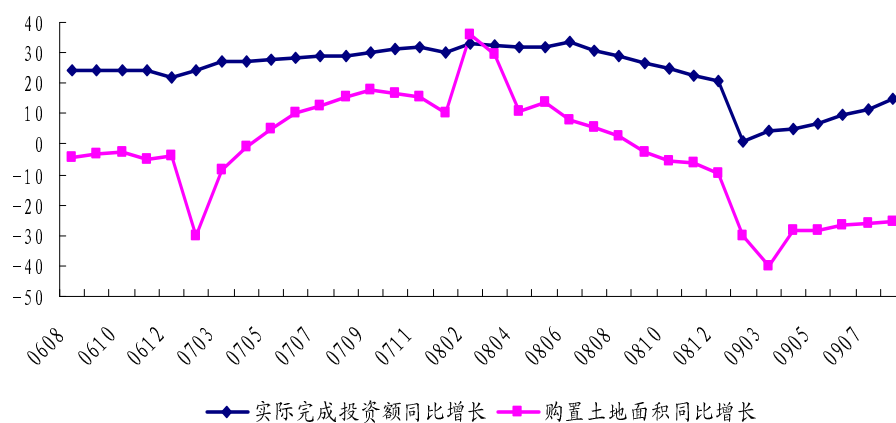
图 8：重点行业固定资产投资增速



资料来源：wind

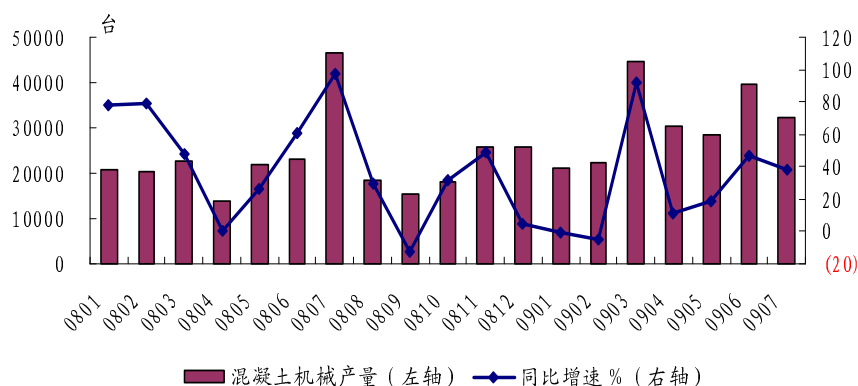
房地产投资额逐月增加，前8个月房地产累计完成投资21147亿元，同比增长14.70%，增速较1-7月份加快3.1个百分点；购置土地面积也不断增加，降幅逐月收窄；房地产投资作为混凝土机械应用比例超过30%的下游领域，投资增加将带动泵车等混凝土机械的需求。

图 9：房地产投资和购置土地面积情况



资料来源：wind

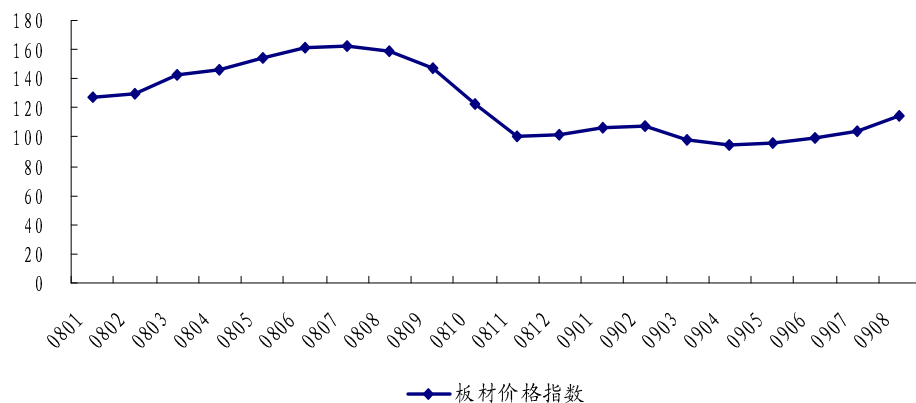
图 10: 混凝土机械月度销量及增速



资料来源: wind

钢材价格成下半年盈利的主要风险因素,但整体上钢材价格上涨仍将是温和的,并且同比仍处于低位,工程机械企业盈利能力将继续提升。

图 11: 钢铁价格指数走势图



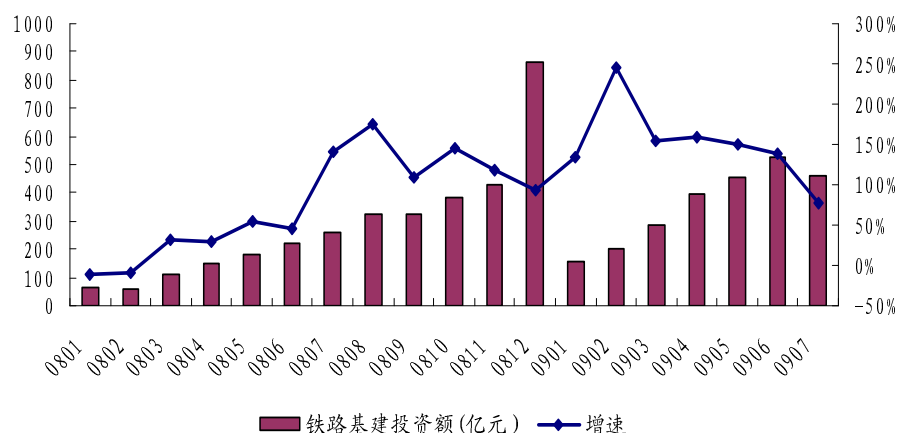
资料来源: wind

3. 铁路装备

3.1 铁路投资红火带动铁路装备需求增加

中国高速铁路、城轨地铁的建设正赶上火红的年代。铁道部副部长王国日日前说未来三年铁路建设投资每年都在7000亿元以上。08年中国铁路运营里程达到8万公里,09年计划完成后可达到8.6万公里,未来三年是铁路建设高潮期,也是铁路建设收获期,此前建设的铁路将陆续建成投产,车辆采购也趋于高峰。

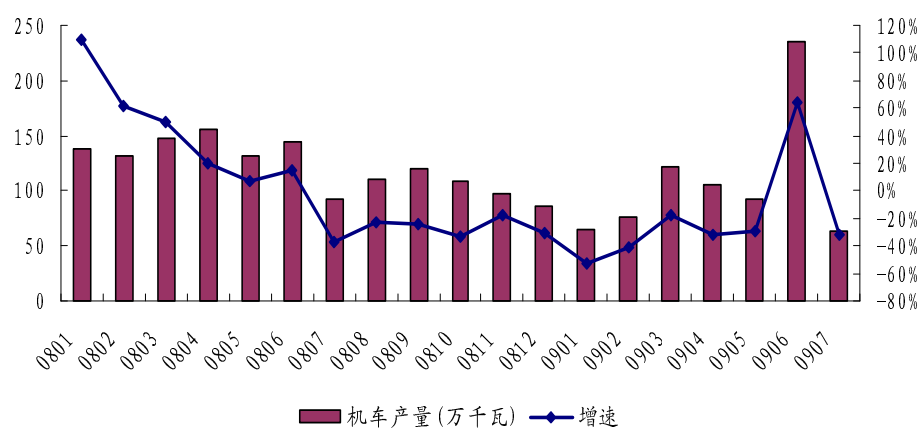
图 12: 中国铁路基建月度投资额及增速



资料来源：铁道部

铁路机车月度产量呈现波动特征，08年及09上半年整体受危机冲击呈下滑态势，但随着经济的好转及铁路里程特别是客运专线延长，未来产量将上升。

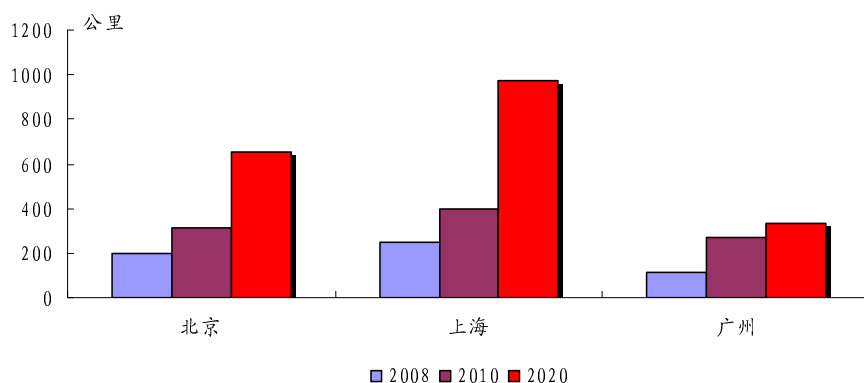
图 13: 机车月度产量及增速



资料来源：wind

城市轨道交通未来也面临大发展的机遇，至2010年，中国规划建设地铁、轻轨线路达到55条，总长度达1500公里，投资预算5000亿元，需配车辆6000辆。我国2008年我国城轨地铁保有量仅有4300辆，市场空间广阔。

图 14: 主要城市城轨地铁规划



资料来源: 中原证券研究所

3.2 铁路装备类上市公司半年报回顾

上半年主要上市公司整体收入和净利润都呈上升格局,但行业毛利率普遍下降,造成净利润增幅小于收入增幅;而从环比看,二季度收入和利润也都呈现了大幅的上升,特别是净利润的增幅更大,铁路装备整体良好。

表4: 铁路装备类企业上半年主要财务指标

公司	1H09 收入 (亿元)	同比	二季度环比	1H09 净利润 (亿元)	同比	二季度环比
中国南车	185.80	23.98%	51.94%	6.26	-22.58%	124.80%
晋西车轴	5.72	-17.01%	-9.91%	0.17	-43.22%	-5.75%
天马股份	15.53	0.57%	31.95%	2.46	12.17%	51.20%
时代新材	7.51	40.64%	9.64%	0.49	58.29%	49.49%
北方创业	11.52	43.44%	42.79%	0.24	64.20%	11.55%
平均		18.32%	25.28%		13.77%	46.26%

资料来源: wind

续表4: 铁路装备类企业上半年主要财务指标

单位: 百分点

公司	毛利率 %	毛利率同比	比一季度	比 08 年	三项费用率同比	营业费用率同比	管理费用率同比	财务费用率同比
中国南车	16.53	-2.62	-0.28	-0.50	-1.06	0.16	-0.04	-1.18
晋西车轴	11.84	-3.18	-0.22	-2.99	4.70	0.37	4.80	-0.48
天马股份	31.94	1.52	-0.70	1.00	-3.28	-0.62	-1.42	-1.24
时代新材	25.14	-1.20	-0.39	-0.63	-0.78	-0.55	0.37	-0.60
北方创业	7.90	-0.60	-0.86	-2.46	-1.38	-1.03	-0.30	-0.04
平均	18.67	-1.21	-0.49	-1.12	-0.36	-0.34	0.68	-0.71

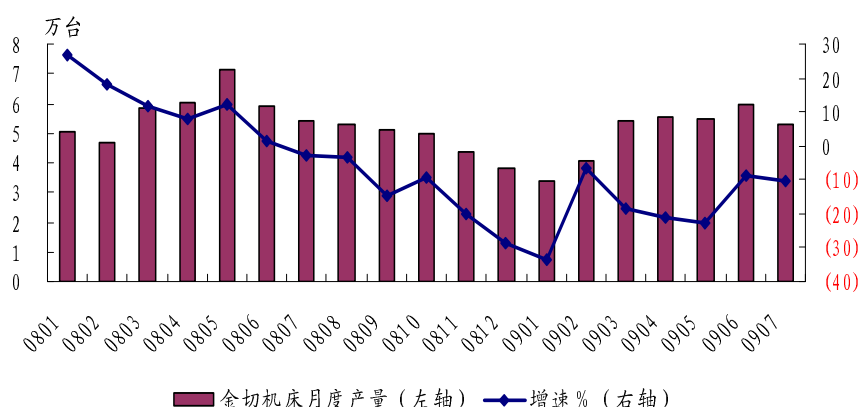
资料来源: wind

4. 机床工具

4.1 降幅收窄，趋向转正

1-7月机床类产量仍呈下降态势，但下降幅度逐月收窄，其中金属切削机床累计产量35.16万台，同比下降18.62%，6、7月降幅较3、4、5几个月降幅明显收窄，行业有趋稳迹象。从出口看，1-7月机床出口额22.26亿美元，下降32.87%，降幅大于机械行业24.43%的降幅。

图 15: 金切机床月度产量及增速



资料来源: wind

前5个月机床行业产品累计销售产值334.40亿元，同比下降0.38%，毛利率18.45%，同比下降1.54个百分点。利润总额21.61亿元，同比下降36%。机床工具行业中，普通和经济型数控机床降幅较大，但中高档及大型数控机床依然保持增长态势。

4.2 机床工具上市公司半年报回顾

上半年主要上市公司整体收入和净利润都呈下降格局，但行业毛利率普遍上升，但由于费用的上升导致净利润降幅较大；从环比看，二季度收入和利润也都呈现了大幅的上升，沈阳机床则亏损减少。

表5: 机床工具上半年表现回顾

公司	1H09 收入 (亿元)	同比	二季度环比	1H09 净利润 (亿元)	同比	二季度环比
昆明机床	6.62	-18.09%	79.09%	1.16	-21.58%	225.16%
沈阳机床	24.43	-14.53%	11.99%	-0.47	-200.92%	-19.08%
秦川发展	5.00	-14.66%	13.88%	0.46	-25.97%	187.73%
华东数控	2.43	23.15%	145.34%	0.40	108.08%	579.00%
青海华鼎	4.08	-14.23%	75.28%	0.11	-1.53%	18400.00%
平均		-7.67%	65.11%		-28.39%	3874.56%

资料来源: wind

续表5: 机床工具上半年表现回顾

单位: 百分点

公司	毛利率 %	毛利率同比	比一季度	比 08 年	三项费用率同比	营业费用率同比	管理费用率同比	财务费用率同比
昆明机床	35.77	0.60	0.92	2.05	3.22	0.47	2.26	0.50
沈阳机床	15.75	-0.10	0.49	0.44	3.88	1.44	1.14	1.30
秦川发展	25.21	-0.30	2.12	0.95	1.99	0.98	0.76	0.24
华东数控	32.95	9.28	7.84	7.58	1.46	-0.04	2.19	-0.69
青海华鼎	19.89	-0.10	3.03	-0.02	1.87	-1.51	2.82	0.56
平均	25.91	1.88	2.88	2.20	2.48	0.27	1.83	0.38

资料来源: wind

5. 船舶及港口机械

5.1 造船完工稳定增长, 新订单有回暖迹象, 手持订单下降

上半年全球造船完工量4603万吨, 同比增长8.80%, 新接订单量1-7月份963万吨, 同比下降93.00%, 其中7月份634万吨, 8月份新船订单也超过600多万吨, 形势有所好转; 截至6月底全球手持订单53423万吨。

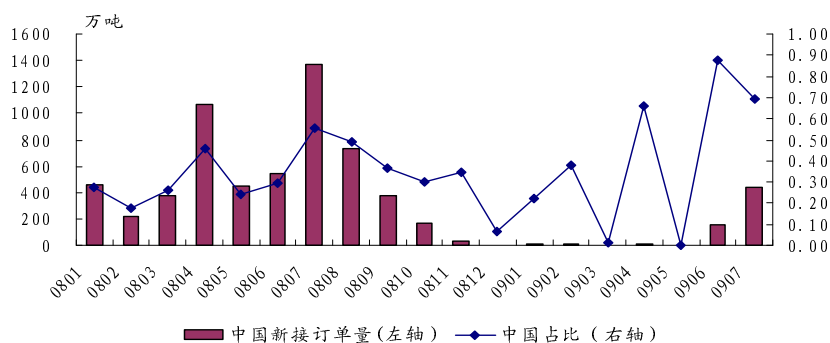
中国1-7月造船完工量1878万吨, 同比增长78%; 新接订单787万吨, 同比下降78%, 全球占比81.72%; 其中7月新接订单199万吨; 手持船舶订单19235万吨, 比年初手持订单下降6%, 比6月底下降0.5%。从新接订单看, 从08年下半年开始全球都步入及其低迷阶段, 但中国新接订单占比提高, 好于全球主要对手日、韩的表现。

上半年新接订单以散货船和油船为主, 占比分别达到50%和30%, 而集装箱船则极度低迷。

新船成交价格指数继续走低, 截至7月底新船价格指数为149点, 比年初下跌了16%, 比一年前下跌了20%, 是2004年12月以来的最低水平。

港口机械受到整体冲击比较大, 传统港机市场疲软, 集装箱特别是普通干货集装箱基本处于停产半停产状态。

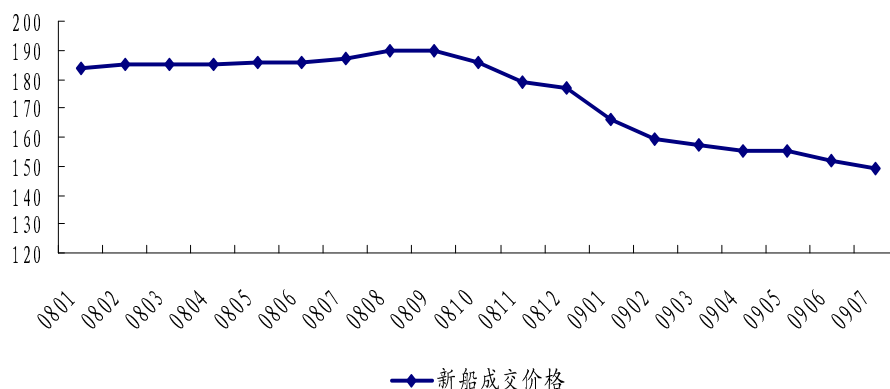
图 16: 中国新接订单量及全球占比



资料来源: Clarkson

注: 09 年 3 月份中国新船成交极低, 占比 1.59%, 09 年 5 月份全球零成交

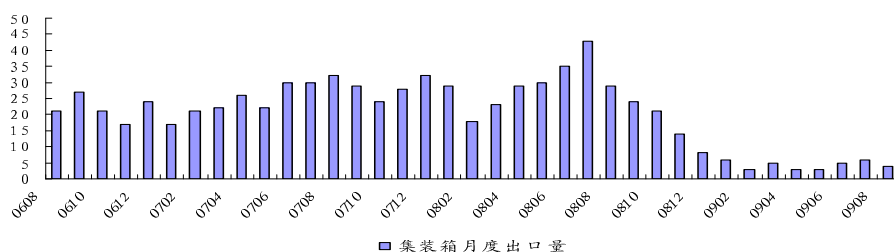
图 17: 新船成交价格指数



资料来源: Clarkson

图 18: 集装箱月度出口量

单位: 万个



资料来源: wind

5.2 主要上市公司

上半年船舶和港机类主要上市公司整体收入除中集集团外仍呈增长态势, 但净利润则整体下滑, 行业毛利率普遍下降而费用率上升, 造成净利润

下降；而从环比看，二季度收入环比上升，但净利润扣除中船股份外，也是整体下降，主要原因仍是毛利率的下降。从下半年看，造船业形势将有所好转，毛利率有望提升。

表6：船舶、港口机械上半年财务回顾

公司	1H09 收入(亿元)	同比	二季度环比	1H09 净利润(亿元)	同比	二季度环比
中国船舶	126.19	17.40%	31.18%	12.00	-38.42%	-7.41%
广船国际	31.34	1.86%	9.82%	2.42	-54.65%	-13.00%
中船股份	5.86	7.15%	7.60%	0.41	-3.86%	312.52%
振华重工	152.82	43.70%	33.80%	8.91	-13.44%	-2.16%
中集集团	94.42	-68.70%	21.72%	8.26	-19.49%	-2.89%
平均		0.28%	20.82%		-25.97%	57.41%

资料来源：wind

续表6：船舶、港口机械上半年财务回顾

单位：百分点

公司	毛利率 %	毛利率同比	比一季度	比 08 年	三项费用率同比	营业费用率同比	管理费用率同比	财务费用率同比
中国船舶	13.98	-2.62	-2.04	-7.04	1.50	0.52	-0.42	1.40
广船国际	13.23	-3.37	-0.20	0.14	6.24	-0.06	1.40	4.90
中船股份	8.61	1.12	-0.24	0.85	-0.04	0.05	-0.36	0.27
振华重工	12.06	-4.22	-0.55	-0.78	4.01	0.11	0.85	3.05
中集集团	14.15	3.85	-1.56	2.62	8.44	1.41	6.51	0.53
平均	12.40	-1.05	-0.92	-0.84	4.03	0.41	1.60	2.03

资料来源：wind

6. 军工：安全边际下的稳定增长机会

我国国防预算近几年整体呈现稳定增长的格局，过去10年平均增长速度16.2%。2009年中国国防费预算为4806.86亿元人民币，同比增加14.9%，国防经费预算占当年全国财政支出预算的6.3%。

主要上市公司：上半年军工主要上市公司整体收入增速与国防预算接近，航空动力由于借壳增幅较大，西飞国际和洪都航空则降幅较大，其它平稳；净利润有升有降，西飞国际亏损，航空动力增加较多；行业毛利率略微下降，费用率微升；从环比看，除西飞国际收入下降和亏损加大外，其它公司二季度收入和净利润环比都大幅增长。

表7：军工上半年财务回顾

公司	1H09 收入 (亿元)	同比增减	二季度环比	1H09 净利润 (亿元)	同比增减	二季度环比
西飞国际	20.80	-51.01%	-33.59%	-0.53	-138.66%	191.27%
贵航股份	7.93	6.45%	56.48%	0.58	5.02%	223.64%
航空动力	19.55	157.25%	120.57%	0.66	188.82%	200.06%
成发科技	5.34	35.02%	48.21%	0.45	25.83%	431.79%
中航重机	8.77	-2.20%	20.76%	0.91	6.19%	154.32%
哈飞股份	5.65	10.56%	301.14%	0.17	33.44%	1552.58%
中航光电	5.98	18.64%	15.95%	0.59	35.85%	50.06%
火箭股份	10.37	4.55%	31.40%	0.78	-27.29%	16.75%
中国卫星	8.76	7.44%	72.71%	0.71	17.60%	115.36%
洪都航空	4.31	-40.45%	98.04%	0.40	-38.78%	788.53%
平均		14.63%	73.17%		10.80%	372.44%

资料来源：wind

续表7：军工上半年财务回顾

单位：百分点

公司	毛利率 %	毛利率同比	比一季度	比 08 年	三项费用率 同比	营业费用 率同比	管理费用 率同比	财务费用 率同比
西飞国际	7.53	-1.35	-0.80	-1.75	2.46	0.30	3.24	-1.08
贵航股份	22.25	-0.27	1.32	0.96	-0.60	-0.23	0.04	-0.41
航空动力	16.81	-4.82	-5.51	-1.45	-2.70	-7.11	1.62	2.78
成发科技	25.28	1.22	3.74	0.61	-1.42	-0.25	2.54	-3.70
中航重机	25.23	-3.96	2.09	1.40	-0.26	-0.69	0.06	0.36
哈飞股份	12.53	1.43	-3.20	1.69	-0.20	-0.25	-0.22	0.26
中航光电	31.62	-1.04	-1.19	-1.37	1.30	1.25	0.18	-0.13
火箭股份	30.42	-4.70	-3.60	-2.19	0.27	0.25	-0.20	0.23
中国卫星	15.99	0.36	-0.20	0.47	1.04	0.31	0.39	0.34
洪都航空	17.95	3.61	-2.22	3.32	6.54	0.26	6.07	0.21
平均	20.56	-0.95	-0.96	0.17	0.64	-0.61	1.37	-0.11

资料来源：wind

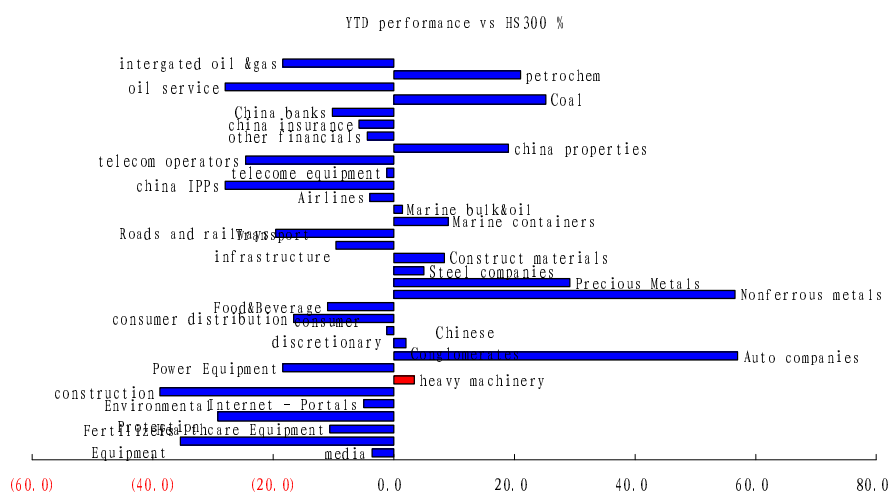
7. 机械行业走势及估值情况

7.1 重点机械企业走势

09年初至9月11日沪深300中重点机械公司股票整体走势强于沪深300指数3.5个百分点。

图 19: 09年初至9月11日重点机械公司走势与沪深300比较

单位 %



资料来源: 中原证券研究所

7.2 主要公司估值表

表8: 主要公司估值比较

单位: 元, 倍

公司	股价	09EPS	08PE	09PE	2010PE	PB	PS
厦工股份	6.78	0.28	23.89	24.21	16.95	2.51	0.76
安徽合力	11.31	0.36	21.42	31.42	23.48	1.98	1.11
方圆支承	10.29	0.41	24.29	25.10	18.53	5.90	6.60
山河智能	16.60	0.41	83.49	40.49	28.60	3.48	3.45
山推股份	10.80	0.60	15.42	18.00	14.59	2.58	1.18
太原重工	15.88	0.81	23.06	19.61	17.26	3.76	1.48
柳工	17.72	0.84	31.36	20.99	18.08	2.96	1.15
中联重科	25.30	1.18	24.36	21.26	17.94	7.27	2.82
三一重工	33.47	1.32	36.08	25.36	22.31	7.01	3.23
徐工机械	32.40	1.62	229.34	20.00	16.70	3.86	7.55
工程机械平均			51.27	24.64	19.44	4.13	2.93
中国南车	4.72	0.15	39.94	31.47	22.52	3.48	1.55
晋西车轴	18.25	0.57	39.49	32.02	23.93	2.27	1.90
天马股份	26.98	1.10	30.31	24.53	17.91	4.54	4.94
时代新材	13.56	0.45	56.73	30.13	20.62	5.67	2.56
北方创业	11.84	0.28	55.26	42.29	35.11	2.25	0.95
铁路装备平均			44.35	32.09	24.02	3.64	2.38
昆明机床	11.99	0.62	17.77	19.34	16.41	4.78	3.14
沈阳机床	8.08	0.04	197.17	176.91	65.36	3.41	0.64
秦川发展	6.88	0.26	31.79	26.46	20.69	2.68	2.15
华东数控	23.61	0.77	50.63	30.66	22.92	4.82	6.10
青海华鼎	6.93	0.13	54.33	53.26	44.35	2.13	1.51
机床工具平均			70.34	62.20	33.95	3.56	2.71
中国船舶	77.78	5.43	11.63	14.32	12.58	3.84	1.75
广船国际	28.15	1.32	15.72	21.33	17.92	4.47	1.85
中船股份	18.33	0.20	64.90	91.65	76.21	4.59	4.51
振华重工	10.61	0.57	17.43	18.61	18.47	2.80	1.62
中集集团	10.79	0.48	19.53	22.48	20.86	2.10	0.58
船舶港机平均			25.84	33.68	29.21	3.56	2.06
西飞国际	15.40	0.13	93.55	118.46	77.03	4.16	3.89
贵航股份	14.49	0.68	60.04	21.31	16.86	3.06	2.82
航空动力	20.83	0.39	72.38	53.41	37.97	5.54	2.05
成发科技	23.38	0.67	46.22	34.98	29.44	5.54	3.46
中航重机	15.60	0.39	46.17	38.76	28.36	3.09	4.37
中航光电	17.16	0.56	40.10	30.64	23.39	4.47	4.17
火箭股份	11.60	0.32	35.93	36.25	29.30	3.12	3.86
中国卫星	21.32	0.59	40.58	36.15	28.82	4.76	3.57
洪都航空	29.95	0.32	101.43	92.24	75.42	5.65	6.56
军工平均			59.16	49.57	38.77	4.37	3.72

资料来源: 中原证券研究所 wind 股价为9月11日收盘价

从估值指标看,军工和机床行业整体估值水平较高,工程机械整体较低,铁路装备和船舶港机居中。扣除微利公司的影响,除军工外,其它板块09年PE估值在20-30倍之间。

8. 四季度投资策略

展望四季度,从拉动机械行业整体增长的动力看,基建投资比较稳定,投资增速趋缓,难以继续超出预期;房地产投资呈现逐月增加态势,拉动作用增加;出口成为行业能否超出预期的看点,整体上出口绝对值仍然会比较低,但有望恢复正增长。从上半年出口下降幅度及恢复弹性看,工程机械及机床可能的反弹力度和空间相对值得期待,而船舶和港口机械最困难的时候已经过去,但预计恢复进程将比较缓慢。军工行业整体仍将保持稳定发展。

因此,我们判断四季度,铁路装备和军工仍将保持稳定;工程机械行业中的混凝土机械、起重机械、推土机产品的前景继续向好;机床工具、船舶和港口机械底部逐步复苏。

重点公司:结合行业与公司估值等情况,我们给予中联重科、徐工机械、三一重工、中国卫星、昆明机床、中国南车、火箭股份、中航光电、太原重工、天马股份“增持”评级。

9. 重点公司限售解禁情况

表9: 主要公司股份解禁时间表及解禁比例

单位: 万股, %

股票名称	解禁时间	解禁股数	解禁股类型	占流通股本比例	占总股本比例
中联重科	2010-04-19	15210.00	大股东再承诺	20.35	10.00
徐工机械	2009-12-28	10308.88	股改限售股份	23.77	18.91
中国船舶	2011-05-30	11570.38	股改限售股份	78.79	17.46
太原重工	2011-04-11	13405.22	股改限售股份	56.30	30.00
山推股份	2010-05-13	12209.99	股改限售股份	20.43	16.08
安徽合力	2009-10-29	10954.64	股改限售股份	44.28	30.69
方圆支承	2009-12-31	2153.36	首发原股东限售	17.54	9.55
方圆支承	2010-08-09	7489.84	首发原股东限售	60.99	33.20
中国南车	2011-08-18	681600	首发原股东限售	227.20	57.57
天马股份	2010-03-29	40800.00	首发原股东限售	300.00	68.69
天马股份	2010-02-19	5000	首发原股东限售	36.76	8.42
中国卫星	2011-01-08	18092.33	配股及股改原股东限售	105.42	51.32
火箭股份	2010-06-08	1938.00	定向增发机构配售	3.20	2.39
火箭股份	2011-02-13	18537.14	股改限售股份	30.57	22.86

资料来源: 中原证券研究所 wind

10. 行业风险提示

机械行业下半年面临的主要风险有如下几个方面:

- 1、房地产成交量下降，地产投资萎缩。
- 2、出口复苏缓慢。
- 3、钢材价格上升势头加速。
- 4、部分行业如铁路行业铁道部采购数量和时间不确定。
- 5、大小非减持风险。

徐工机械 (000425): 老国企, 新起点

增持 (首次)

估值区间: 35 - 40 元

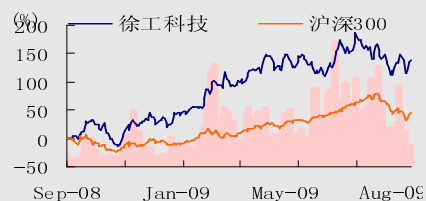
市场数据 (2009 年 09 月 11 日)

收盘价 (元)	32.40
一年内最高/最低 (元)	36.60/9.98
沪深 300 指数	3238.13
市净率 (倍)	12.80
流通市值 (亿元)	104.97

基础数据 (2009 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	2.33
每股经营现金流 (元)	0.46
毛利率 (%)	11.41
净资产收益率 (%)	1.05
资产负债率 (%)	68.70
总股本/流通股 (万股)	54,509/43,373
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

徐工是我国工程机械的长子, 是行业的龙头, 技术积淀雄厚; 整体上市后, 龙头地位将名至实归, 可能成为公司新发展的起点。汽车起重机是公司的主导产品, 也是今年 1-7 月表现最好的工程机械产品之一。

投资要点:

- **公司整体业绩优良。**公司备考整体上市后 2008 年收入 158.89 亿元, 同比增长 27.20%; 归属于母公司股东净利润 12.82 亿元, 同比增长 61.83%, 对应每股收益 1.48 元。
- **徐工起重机行业第一。**上半年公司起重机销量 7600 台, 同比增长 1.79%, 市场占有率 56.3%。公司起重机出口占行业出口的 70% 以上, 主要出口市场分布在中东、非洲、澳大利亚等资源国, 在主要出口市场占比较高。资产注入后汽车起重机占公司总收入的比例达到 68%。公司在全地面起重机上优势更强, 百吨级以上的全地面起重机上半年销售 103 台, 同比增长 168%, 占有率 75.5%。大吨位起重机受益高铁、核电、风电、石化等大型项目发展明显, 增速快于中小吨位产品。7 月份汽车起重机销量增长 42.7%, 是增长最好的工程机械产品。
- **其它产品。**公司其它多项产品大多位居行业前列, 消防车、履带起重机行业前三, 泵车第四, 装载机第五, 但整体占公司销售比例不高。
- **徐工机械的优势。**公司主要是在于多年的技术积累和在徐州形成的完整配套体系, 徐州围绕徐工集团形成的底盘、车桥、液压件等零部件体系非常完善。
- **给予公司“增持”评级。**预计工程机械下半年形势将继续向好, 我们预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 1.62 元和 1.94 元, 对应 PE 分别为 20.00 倍和 16.70 倍。估值偏低, 给予“增持”评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	32.66	33.54	190.67	219.27
增长比率 (%)	16.89	2.69	468.49	15
净利润 (亿元)	0.25	1.10	14.03	16.84
增长比率 (%)	316.67	340.00	1175.45	20
每股收益 (元)	0.03	0.13	1.62	1.94
市盈率 (倍)	1065.00	234.80	20.00	16.70

中联重科（000157）中期业绩靓丽，前景更加明朗

增持（调低）

估值区间：25 - 30 元

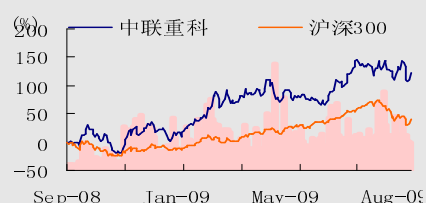
市场数据（2009 年 09 月 11 日）

收盘价（元）	25.30
一年内最高/最低（元）	26.63/8.80
沪深300指数	3238.13
市净率（倍）	5.92
流通市值（亿元）	193.17

基础数据（2009 年 06 月 30 日）

每股净资产（元）	3.97
每股经营现金流（元）	0.41
毛利率（%）	25.78
净资产收益率（%）	17.96
资产负债率（%）	76.61
总股本/流通股（万股）	152,100/74,726
B股/日股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

20090817 中联重科中报点评：业绩靓丽，前景更加明朗.....2009 年 8 月 17 日

联系人：马钦琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

报告关键要素：

公司上半年业绩良好，国家4万亿基建投资是主要拉动力量，预计下半年基建投资仍将继续保持红火，房地产投资好转，出口也开始触底向好，行业下游拉动力增多，公司前景更加明朗，前景继续看好。

投资要点：

● **业绩恢复良好，环比同比皆大幅提升。**二季度公司收入和利润分别为 57.50 亿元和 7.84 亿元，同比增长 56.25% 和 45.60%，环比分别增长 63.49% 和 160.47%，改善趋势明显。分产品看混凝土机械收入 35.34 亿元，同比增长 62.01%，占比达到 39.21%，起重机械收入 36.63 亿，增长 16.73%，占比 39.53%。分地区看，出口仍然低迷，扣除 CIFA7.28 亿元的收入，公司出口收入只有 5.27 亿元，同比下降约 50%。

● **毛利率环比提升，老产品毛利率稳定。**公司上半年综合毛利率 25.78%，同比下降 4.03 个百分点，但二季度毛利率 26.16%，比一季度提高 1 个百分点，同比下降 1.94 个百分点，如果扣除 08 年下半年新并入的产品，毛利率与去年同期持平。分产品看，混凝土机械毛利率 27.38%，下降 4.41 个百分点，起重机 23.92%，下降 3.49 个百分点，扣除老产品的影响混凝土机械毛利率上升 0.44 个百分点，起重机由于小吨位比重增加毛利率略有下降。

● **主要产品市场占有率提升。**公司主要产品工程起重机、建筑起重机、混凝土泵车等主要产品市场占有率全部上升。上半年公司起重机销量增长 8%，快于行业 2.15% 的增速；混凝土机械扣除 CIFA 后收入增长 28.66%，也快于行业增长速度。

● **调整公司为“增持”评级。**预计工程机械下半年形势将继续向好，按增发 3 亿股计算，摊薄后 09-10 年每股收益为 1.18 元和 1.41 元，对应市盈率分别为 21.44 倍和 17.94 倍，公司前期涨势良好，估值逐步恢复正常，调整为“增持”评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（亿元）	89.74	135.49	192.40	227.62
增长比率（%）	92.66	50.98	42.00	20.00
净利润（亿元）	13.34	15.69	20.08	24.10
增长比率（%）	176.76	17.62	40.00	20.00
每股收益（元）	0.80	0.94	1.18	1.41
市盈率（倍）	29.49	25.05	21.44	17.94

中国卫星 (600118): 卫星研制任务饱满, 卫星应用比例提升

增持 (维持)

估值区间: 22 - 26 元

市场数据 (2009 年 09 月 11 日)

收盘价 (元)	21.32
一年内最高/最低 (元)	26.75/11.20
沪深 300 指数	3238.13
市净率 (倍)	5.02
流通市值 (亿元)	36.60

基础数据 (2009 年 06 月 30 日)

每股净资产 (元)	4.25
每股经营现金流 (元)	(.62)
毛利率 (%)	15.99
净资产收益率 (%)	4.77
资产负债率 (%)	49.89
总股本/流通股 (万股)	35,254/17,161
B 股/日股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20090830 中国卫星点评: 卫星研制任务饱满, 卫星应用比例提升...2009 年 8 月 30 日

联系人: 马钦琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

08 年公司完成了卫星应用业务及相关资产的收购和整合, 形成了卫星研制和卫星应用两大主业均衡发展的格局, 公司卫星研制任务饱满; 未来卫星应用空间巨大, 比例有望继续提高。我国航天器发射进入密集期, 公司作为小卫星行业的垄断企业, 发展前景确定, 继续向好。

投资要点:

● **二季度卫星研制进度加速, 各项业务发展良好。** 二季度营业收入和净利润分别为 5.55 亿元和 0.44 亿元, 同比增长 52.47% 和 41.94%, 环比增长 72.90% 和 91.30%, 彻底扭转一季度收入和利润双下降的格局, 改善明显。分业务看, 卫星研制任务饱满, 公司仍居于国内小卫星研制主导地位。上半年公司成功交付环境一号 A/B 卫星, 同时多个项目进入立项阶段。卫星应用方面发展良好, 收入占比继续提高。

● **卫星应用比例提升, 综合毛利率稳定。** 公司上半年综合毛利率 15.99%, 同比增加 0.37 个百分点, 但比一季度减少 0.19 个百分点。主要是卫星应用业务毛利率高于卫星研制, 占比提高。上半年, 从事卫星研制的子公司东方红卫星有限公司贡献净利润 0.56 亿元, 增长 25.84%, 占比 78.73%, 从事卫星应用的航天恒星科技贡献净利润 0.23 亿元, 占比 31.52%。

● **卫星产业前景向好。** 公司客户主要是政府、特定用户和行业用户, 需求稳定。国家政策支持、客户需求的增长以及技术的不断进步均持续推动卫星研制及卫星应用产业的稳步增长。未来几年我国航天器发射进入密集期, 同时小卫星研制周期短, 成本低、便于组网, 其在航天器研制数量的占比呈上升趋势, 卫星应用空间广阔, 前景向好。

● **维持公司“增持”评级。** 我们预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.59 元和 0.74 元, 对应 PE 分别为 36.15 倍和 28.82 倍, PB4.99 倍, 估值处于军工行业中低端, 维持“增持”评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	15.23	19.94	22.93	27.52
增长比率 (%)	68.66	30.93	15.00	20.00
净利润 (亿元)	1.32	1.76	1.98	2.60
增长比率 (%)	109.52	33.33	18.00	25.00
每股收益 (元)	0.38	0.50	0.59	0.74
市盈率 (倍)	56.88	42.83	36.15	28.82

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。